



# FONDO DE TITULARIZACIÓN – RICORP TITULARIZADORA SOCIEDADES DISTRIBUIDORAS 01

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 10 de junio de 2019

Instrumentos	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (VTRTSD 01)	AA-.sv	AA-.sv	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
Perspectiva	Estable	Estable	

*“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.”*

## Fondo de Titularización

Patrimonio Independiente Originadores:	Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (FTRTSD 01). Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (en adelante DISZASA) Distribuidora Nacional, S.A. de C.V. (en adelante DISNA) Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V. (en adelante UDISA)
Denominación de la Emisión:	Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (VTRTSD 01).
Estructurador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Administrador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Monto del Programa:	US\$25,000,000
Tramo 1:	US\$21,250,000
Tramo 2:	US\$3,750,000
Respaldo de la Emisión:	Los derechos sobre Flujos Financieros Futuros correspondientes a una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por DISZASA, UDISA y DISNA, por las ventas realizadas a supermercados; dicha porción comprende hasta un monto máximo de: i) DISZASA: US\$29,649,120; ii) UDISA: US\$4,681,440; y iii) DISNA: US\$4,681,440.

-----MM US\$ al 31.12.18 -----		
Activos: --	Patrimonio: --	Ingresos: --
Utilidad: --	ROAE: --	ROAA: --

**Historia de la Clasificación:** Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (VTRTSD 01) → AA-.sv (21.11.18).

Para la presente evaluación se ha utilizado información financiera proyectada sobre los flujos a ser cedidos al Fondo por parte de los Originadores, así como información financiera adicional proporcionada por los Originadores y la Sociedad Titularizadora. Se han utilizado, asimismo, estados financieros auditados de los Originadores al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como información financiera proporcionada por los Originadores. La presente calificación se encuentra sujeta al cumplimiento de cada uno de los términos y condiciones incorporados en los contratos (Prospecto, Contrato de Cesión y Administración de Derechos Sobre Flujos Financieros Futuros de cada Originador, Contrato de Titularización) acuerdos que deben ser verificados por el Representante de los Inversores como paso previo a la colocación de los títulos valores. Por lo anterior, Zumma Ratings podrá cambiar la calificación, de no cumplirse con el 100% de los compromisos asumidos que determinaron la presente calificación.

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, determinó asignar la categoría AA-.sv a los Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (FTRTSD 01) con base a la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2018 e información complementaria a la misma fecha. En la calificación de los Valores de Titularización se han ponderado favorablemente los siguientes aspectos: (i) la amplia cobertura de los flujos generados en relación a la cuota mensual a favor del FTRTSD 01; (ii) la garantía

líquida que incorpora la presente estructura equivalente a las próximas cuatro cuotas de cesión, (iii) la constitución de los originadores como fiadores solidarios, en caso que alguno no cubriese la cuota de cesión asignada y (iv) las fortalezas particulares de los originadores. En contraposición, la calificación de los Valores de Titularización se ve condicionada por: (i) la ausencia de garantías reales (hipotecas/ prendas) u otro mecanismo de colaterales (fianzas), (ii) los riesgos particulares del Originador; y (iii) el período de revisión de las razones finan-

La nomenclatura .sv refleja riesgos solo comparables en El Salvador.

(\*) Categoría según el Art. 95B Ley del Mercado de Valores y la NRP-07 emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

cieras es muy amplio y los límites de los mismos son laxos.

Por su parte, los flujos a titularizar muestran concentraciones en pocas fuentes de generación, por lo que el saldo de los mismos se vería sensibilizado ante la ausencia de una de las fuentes. Sin embargo, la cobertura de los flujos por fuente de generación es amplia.

Los principales factores considerados en la calificación otorgada se detallan a continuación:

- **Amplia cobertura de flujos sobre la cuota de cesión:** El esquema operativo de esta estructura define los flujos provenientes de Operadora del Sur como fuente primaria, a depositarse en las cuentas colectoras en Banco de América Central. En el caso que al día veinticinco de cada mes, o el próximo día hábil, no haya sido posible completar los fondos necesarios para cuota mensual cedida, se activará el mecanismo de respaldo (cuenta colectora secundaria, flujos provenientes de Calleja), o en cualquier momento a requerimiento de la Titularizadora. Considerando la fuente primaria, la cobertura promedio sobre la cuota de cesión a lo largo del período de titularización es 8.7 veces, mientras que, al considerar los flujos totales, la cobertura promedio sube a 21.9 veces.
- **Garantía Líquida:** Un mejorador en el presente esquema de titularización es la denominada cuenta restringida que será administrada por la Titularizadora y tendrá un saldo mínimo de los próximos cuatro montos de cesión mensuales de flujos financieros futuros de la segunda cuota de cesión. Estos fondos se utilizarán en escenarios de dificultades coyunturales de liquidez por parte del FTRTSD 01.
- **Constitución de los originadores como fiadores solidarios:** De acuerdo con los contratos de cesión y administración de los originadores, éstos se constituyen Fiadores Solidarios, en los mismos términos, condiciones, renunciaciones y sometimientos y se obligan a pagar cualquier suma de dinero que otro originador adeudare en relación con esta estructura de titularización. En caso que algún originador incumpla con el pago de cualquiera de las cuotas mensuales cedidas, la Titularizadora, en su calidad de Administradora del Fondo, informará por escrito al originador de su incumplimiento y le requerirá el pago de dicha cuota, para lo cual contará con un plazo máximo de tres días hábiles; en caso de no realizar el pago en dicho plazo, la Titularizadora procederá a requerir por escrito el pago a cualquiera de los fiadores solidarios, debiendo pagar los montos adeudados en un plazo máximo de siete días hábiles.
- **Fortalezas y Factores de Riesgo de los Originadores:** La destacada posición competitiva como importantes distribuidoras a nivel nacional, la alta diversificación de las marcas comercializadas, las barreras de entrada para la industria (principalmente, la relación y operación con supermercados y el capital de trabajo para financiar las operaciones) se consideran aspectos favorables en el perfil de riesgo de los originadores. En contraparte, el elevado nivel de endeudamiento, los riesgos particulares del sector (niveles de rentabilidad moderados, márgenes operativos es-

trechos y bajos niveles de eficiencia operativa) y un entorno de creciente competencia y débil desempeño de la actividad económica han sido considerados como variables que podrían sensibilizar el desempeño de los originadores.

- **Mecanismo de Garantías y Colaterales:** La estructura de titularización no cuenta garantías reales (hipotecas/prendas) u otro tipo de colaterales.
- **Período de revisión de las razones financieras es amplio y los límites muy laxos:** En el marco del proceso de titularización, los originadores se obligan a mantener bajo límites previamente establecidos dos razones financieras:
  - a) Deuda entre Patrimonio: Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a uno punto setenta y cinco veces (1.75x) y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.
  - b) Deuda entre EBITDA: la cual deberá ser menor o igual a nueve veces (7.75x) y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.En caso que el(los) originador(es) incumplan cualquier razón financiera en dos períodos consecutivos, la Titularizadora deberá notificar al Banco Administrador para que éste último se abstenga de realizar las transferencias de excedentes sobre la cuota mensual de cesión y se concentren en la Cuenta Colectora todos los excedentes de los depósitos que se realicen. Los montos retenidos en concepto de este mecanismo de aceleración se mantendrán en la Cuenta Colectora correspondiente hasta completar el monto equivalente a tres cuotas mensuales de cesión, y a partir de ese momento el exceso será devuelto a dicho(s) Originador(es). Las tres cuotas de cesión retenidas en la Cuenta Colectora serán devueltas únicamente si se verifica el cumplimiento de la razón financiera en cuestión. Zumma considera que el período de revisión de las razones financieras es largo (semestral) y por ende el período de regularización. Adicionalmente, los límites de dichas razones son laxos, por lo que no se consideran preventivos en la estructura de titularización.

Por medio de esta operación de titularización, el FTRTSD 01 adquiere los derechos de flujos futuros de los originadores, de una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por DISZASA, UDISA y DISNA, por las ventas realizadas a supermercados. Cada Originador se obligará a abrir junto con la Titularizadora una Cuenta Colectora para recibir los flujos financieros futuros descritos en los dos Bancos administradores y autorizados. Ambas cuentas serán restringidas para los Originadores y la Titularizadora, ya que la finalidad de estas es única y exclusivamente la colecturía de los flujos mencionados y la concentración de fondos que perciban los Originadores para proveer los pagos de las cantidades establecidas en el contrato, por lo que los originadores y la Titularizadora no podrán realizar ningún tipo de transacción, débito o cargo sobre estas, o disponer sobre los fondos, únicamente las transacciones autorizadas a cada Banco Administrador.

**Fortalezas**

1. Amplia cobertura de flujos del activo subyacente, considerando el mecanismo alternativo de flujos.
2. Los originadores se constituyen fiadores solidarios, en caso que alguno no cubra su cuota correspondiente.
3. La garantía líquida, equivalente a cuatro cuotas de cesión
4. Fortalezas de los Originadores.

**Debilidades**

1. Riesgos particulares de los Originadores y de su industria.
2. Período de revisión de razones financieras es largo (semestral), con límites laxos.
3. Ausencia de garantías reales (hipotecas/ prendas) u otro mecanismo de colaterales (fianzas).

**Oportunidades**

1. Mayor generación de flujos futuros por parte de los Originadores, con respecto a las proyecciones realizadas (introducción de marcas nuevas).

**Amenazas**

1. Entorno de creciente competencia y débil desempeño de la actividad económica.

## ENTORNO ECONÓMICO

El crecimiento real de la economía salvadoreña fue del 2.5% en 2018 (2.3% en 2017), apoyado principalmente en el fuerte y continuo envío de remesas familiares, los bajos precios del petróleo; así como en la recuperación sostenida en la economía de los Estados Unidos. Históricamente, El Salvador ha padecido de bajas tasas de crecimiento, reflejando un rezago en comparación a sus pares de la región. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía registrará una tasa de expansión del 2.5% para 2019, en sintonía con las perspectivas de desaceleración de la economía de Estados Unidos, los diversos proyectos de construcción a escala nacional, la Unión Aduanera entre El Salvador, Honduras y Guatemala para dinamizar el comercio regional, entre otros.

No obstante, los elevados niveles de delincuencia y corrupción que exhibe El Salvador; el aplazamiento de reformas en materia fiscal por falta de acuerdos entre los partidos políticos; la incertidumbre proveniente de los resultados en las elecciones pasadas de presidente en febrero de 2019; la vulnerabilidad ante eventos climáticos (fenómeno de El Niño); el encarecimiento del gasto financiero debido a la política monetaria de normalización que impulsa la Reserva Federal (FED por sus siglas en inglés) y el mayor endurecimiento en las políticas migratorias en Estados Unidos, considerando la eliminación del programa de Estatus de Protección Temporal (TPS por sus siglas en inglés) se señalan como factores de riesgo adversos para el país.

Al 31 de enero de 2019, las remesas exhiben un crecimiento interanual del 5.7%, que se explica por el aún buen desempeño de la economía estadounidense, aunado a las precauciones tomadas por salvadoreños en el extranjero debido a la incertidumbre provocada por las políticas migratorias de dicho país. En términos prospectivos, el Banco Central de Reserva (BCR) ha proyectado una desaceleración en la llegada de remesas, en el contexto de la cancelación del Estatus de Protección Temporal (TPS) para los salvadoreños que viven en Estados Unidos. Por otra parte, El Salvador continúa exhibiendo bajos niveles de inflación, ubicándose en 0.4% a diciembre de 2018 (2.0% en diciembre de 2017) asociado principalmente por su condición de economía dolarizada.

Cabe precisar que el Banco Central de Reserva (BCR) actualizó el sistema de Cuentas Nacionales (SCN), conllevando a una disminución del tamaño del PIB. Lo anterior determinó que los índices de endeudamiento experimentarían un deterioro; haciendo notar que el indicador deuda/PIB de 2017 aumentó a 71% (63% antes de la actualización del SCN). Otro hecho relevante fue la aprobación de la reforma de pensiones que disminuyó las necesidades de financiamiento de corto plazo del gobierno.

A la fecha del presente informe, la calificación soberana del Gobierno de El Salvador es de B3 por Moody's, B- por Fitch y B- por S&P, reflejando la vulnerable y la débil posición de las finanzas públicas. Entre los principales aspectos que inhiben una mejora en el perfil crediticio del

país se mencionan: el lento crecimiento económico, los recurrentes déficits fiscales, la tendencia creciente de endeudamiento y la falta de acuerdo políticos para implementar una reforma fiscal.

Es importante señalar que, en los próximos años, el Gobierno debe de cumplir con el pago oportuno de una serie de vencimientos en sus pasivos, lo cual puede ejercer una fuerte presión en su liquidez. En este contexto, impulsar el Acuerdo Marco para la Sostenibilidad Fiscal es indispensable para encaminar las finanzas públicas en la ruta de sostenibilidad. En caso de no materializarse acuerdos fiscales, el Gobierno corre el riesgo de enfrentar dificultades para financiar proyectos sociales, subsidios e inversiones en infraestructura.

## DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA

### Proceso de Titularización

El Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Sociedades Distribuidoras 01 (FTRTSD 01) fue autorizado el 4 de marzo de 2019, con fecha de colocación 21 de marzo de 2019, mismo que fue creado con el objetivo de titularizar los derechos sobre Flujos Financieros Futuros mensuales de Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (en adelante Diszasa), Distribuidora Nacional, S.A. de C.V. (en adelante Disna), y Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V. (en adelante Udisa), correspondientes a una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por las ventas realizadas a supermercados.

### Estructura Legal de la Titularización

El Fondo de Titularización fue constituido con el propósito principal de generar los pagos correspondientes a la emisión, mediante la adquisición de los derechos sobre flujos operativos futuros mensuales percibidos por los originadores. Los derechos a ser cedidos comprenden los flujos hasta por un monto máximo de US\$39.01 millones. El fondo colocó en plaza bursátil local la emisión relacionada al programa de titularización en análisis por US\$25.0 millones en dos tramos.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

### Contrato de Cesión de Derechos

Mediante los Contratos de Cesión de Derechos, los originadores ceden de manera irrevocable a favor de Ricorp Titularizadora, S.A., administrador del Fondo FTRTSD 01, los derechos sobre flujos financieros futuros mensuales de los originadores correspondientes a una porción de

los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por las ventas realizadas a supermercados, hasta un monto máximo de US\$39,012,000 los cuales serán captados por el Fondo de Titularización durante 10 años, a través de 120 cuotas mensuales y sucesivas por cada uno de los originadores, y de manera escalonada, a partir de la fecha de la primera colocación en el mercado bursátil de los valores emitidos con cargo al FTRTSD 01, de la siguiente manera:

Cuotas de cesión mensuales				
Mes/Originador	DISZASA	UDISA	DISNA	Total
1 al 24	\$ 136,800	\$ 21,600	\$ 21,600	\$ 180,000
25 al 60	\$ 205,200	\$ 32,400	\$ 32,400	\$ 270,000
61 al 120	\$ 316,312	\$ 49,944	\$ 49,944	\$ 416,200
<b>Cesión total (120 meses)</b>	<b>\$ 29,649,120</b>	<b>\$ 4,681,440</b>	<b>\$ 4,681,440</b>	<b>\$ 39,012,000</b>

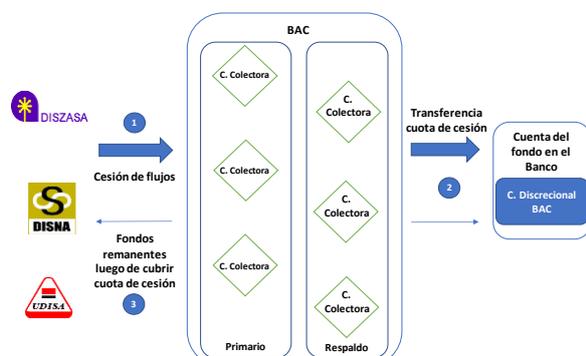
Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo a los originadores el pago a la administración tributaria o a la autoridad competente de todo tipo de impuestos, que causen la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso le aplicasen.

### Mecanismos de Captura de Flujos

A través del contrato de cesión de derechos sobre Flujos Operativos Futuros, los originadores se obligan a depositar en las Cuentas Colectoras inicialmente suscritas en el banco administrador, los flujos correspondientes a la cesión de derechos. Inmediatamente, los flujos serán trasladados mediante una Orden Irrevocable de Pago (OIP) a la cuenta bancaria correspondiente hasta completar las cuotas de cesión, y de acuerdo con las transacciones autorizadas al banco.

### ESTRUCTURA OPERATIVA DE LA TITULARIZACIÓN



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

### Cuenta Colectora

Cada Originador se obligará a abrir junto con la Titularizadora las Cuentas Colectoras para recibir los flujos financieros futuros descritos en el Banco Administrador y

autorizado. Ambas cuentas serán restringidas para los Originadores y la Titularizadora, ya que la finalidad de estas es única y exclusivamente la colecturía de los flujos mencionados y la concentración de fondos que perciban los Originadores para proveer los pagos de las cantidades establecidas en el contrato, por lo que los originadores y la Titularizadora no podrán realizar ningún tipo de transacción, débito o cargo sobre estas, o disponer sobre los fondos, únicamente las transacciones autorizadas al Banco Administrador.

Transacciones autorizadas para los flujos del pagador primario: Todos los meses comprendidos dentro del contrato, el Banco procederá a realizar los cargos en cada Cuenta Colectora de los fondos que se encuentren disponibles de los pagos recibidos de Operadora del Sur, S.A de C.V., como pagador primario, y a transferir dichos montos hacia la Cuenta Discrecional hasta completar la cuota mensual cedida por cada uno de los originadores. Una vez se haya cumplido con dicha obligación, los fondos remanentes en cada Cuenta Colectora, si existen, deberán ser trasladados a la Cuenta Operativa de cada Originador.

Transacciones autorizadas para el flujo de respaldo: Todos los meses comprendidos dentro del contrato, el Banco procederá a realizar los cargos en cada Cuenta Colectora de los fondos provenientes de Calleja S.A. de C.V., como flujo de respaldo, que se encuentren disponibles y a transferir dichos montos hacia la Cuenta Operativa de cada Originador, salvo que a requerimiento por escrito de la Titularizadora, se instruya al Banco a transferir hacia la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización los montos que la Titularizadora le requiera, hasta completar la cuota mensual cedida por cada uno de los originadores.

En el caso que al día veinticinco de cada mes, o el próximo día hábil, no haya sido posible completar los fondos necesarios para cuota mensual cedida de cada Originador con el flujo del pagador primario, la Titularizadora podrá instruir al Banco para cargar las Cuentas Colectoras que reciban los pagos provenientes de Calleja S.A. de C.V., como flujo de respaldo; o en cualquier momento a requerimiento de la Titularizadora.

### Cuenta Discrecional

Es la o las cuentas bancarias que serán abiertas a nombre del FTRTSD 01, administrado por Ricorp Titularizadora, S.A., en el Banco Administrador, cuenta que será administrada por la Titularizadora y cuya función será mantener los fondos provenientes de la cesión de derechos para realizar los pagos en beneficio de los Tenedores de los Valores de Titularización y demás acreedores del Fondo FTRTSD Cero Uno.

### Cuenta Operativa

Una vez cumplida la obligación de transferir la cuota de cesión de flujos a favor del FTRTSD 01, los fondos remanentes son trasladados a la cuenta operativa de cada uno de los originadores, abierta en el Banco Administrador.

### Cuenta Restringida

La Titularizadora ha constituido la Cuenta Restringida, la cual o las cuales están abiertas en un banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, en donde se resguardan, como respaldo de la emisión para el pago de los Valores de Titularización, al menos las próximas cuatro cuotas mensuales de cesión de cada originador. Este resguardo se constituirá deduciéndolo de los fondos provenientes de la colocación de los Valores de Titularización en cuestión, en el momento que estos fondos se encuentren disponibles.

Inicialmente estará constituida por el monto total de US\$1.08 millones, los cuales se tomarán de cada originador en la proporción correspondiente al monto de colocación de la emisión y posteriormente se alimentará a partir de fondos desde la Cuenta Discrecional. Esta cuenta servirá para la amortización del capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario.

### Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y/o capital próxima siguiente, se contará con un plazo perentorio de hasta tres días hábiles para solucionar esta situación, de lo contrario, la Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda.

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y/o principal próxima siguiente de la presente emisión, se le notificará inmediatamente al Originador para que éste proceda a depositar en la Cuenta Discrecional los fondos faltantes y si no lo hace en los diez días siguientes a la notificación, entonces habrá lugar a una situación de mora.

Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

### Destino de los Recursos

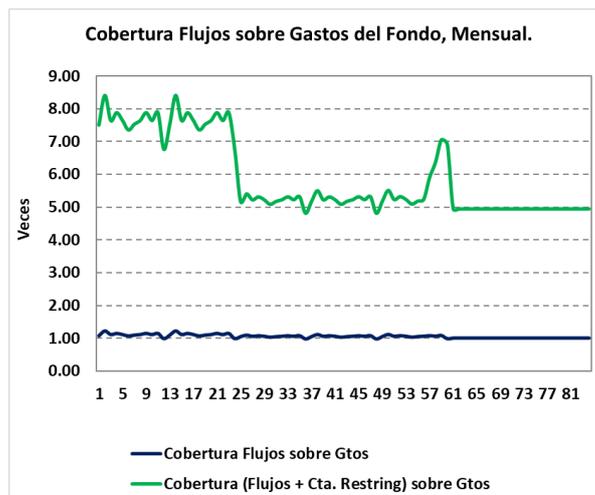
Los fondos que los originadores reciban en virtud de la Cesión de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, que efectúe para el Fondo de Titularización, deberán ser destinados por los originadores para la cancelación de pasivos y/o financiar la expansión de sus operaciones.

### Nivel de Cobertura del Fondo de Titularización

Con base en el modelo financiero realizado por la Titularizadora en el cual se estiman los ingresos y gastos esperados del Fondo de Titularización, se determina que el nivel de cobertura que otorga la cesión de flujos financie-

ros futuros para el pago de capital e intereses se ubica en un promedio mensual de 1.07 veces durante el plazo de la emisión (120 meses); mientras que la cobertura sobre los egresos totales del Fondo (capital, intereses y otros gastos del fondo) es en promedio de 1.04 veces.

A criterio de Zumma Ratings, estas coberturas se consideran modestas, aunque se valora la predictibilidad en los gastos del Fondo (tasas de interés fija). Adicionalmente, de considerar en el análisis los recursos mantenidos en la cuenta restringida dichas coberturas mejoran a 5.8 veces y 5.6 veces respectivamente.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

### Condiciones Especiales

Cabe mencionar que durante todo el proceso de titularización y mientras existan obligaciones a cargo del FTRTSD 01, cada uno de los originadores se obligan a:

- Mantener válidas y vigentes las Instrucciones Irrevocables de Pago mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión de Valores de Titularización VTRTSD Cero Uno.
- No promover acción alguna u omisión que provoque la caducidad anticipada o terminación de las relaciones con Operadora del Sur, S.A. de C.V. o con Calleja, S.A. de C.V.
- Dar cumplimiento a la regulación para la prevención del lavado de dinero y activos y del financiamiento al terrorismo.
- Para el año 2020, se obliga a contar con un Código de Gobierno Corporativo del grupo empresarial, debiendo revelarse en las notas de los Estados Financieros auditados.
- Dar cumplimiento a las razones financieras detalladas en el Contrato de Cesión y Administración de Flujos Financieros Futuros.

Sobre este último aspecto, las razones financieras que deberán cumplir cada uno de los originadores son las siguientes:

i) Deuda entre Patrimonio: Se define como la relación entre la deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento no operativo de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, factorajes con recurso, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la sociedad sea originador directo; Entre patrimonio: incluyendo Capital Social, Reserva Legal, Otras Reservas, Superávit por Revaluación de Activos (en caso que sea depreciable), Utilidades Retenidas y cualquier otra cuenta registrada en las cuentas de Patrimonio. Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a uno punto setenta y cinco veces (1.75x) y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.

ii) Deuda entre EBITDA: Se define como la relación entre deuda entendida como: la deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento no operativo de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, factorajes con recurso, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la sociedad sea originador directo; Entre EBITDA entendido como: la utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto sobre la renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes. Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a siete punto setenta y cinco veces (7.75x) y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.

El auditor externo de Diszasa será el encargado de certificar el cumplimiento de las razones financieras antes descritas. Únicamente la certificación correspondiente al treinta y uno de diciembre deberá emitirse con los estados financieros anuales auditados y remitirse a la Titularizadora a más tardar al último día hábil de abril de todos los años comprendidos dentro del plazo de la cesión. La certificación al treinta de junio deberá remitirse a la Titularizadora a más tardar el día quince de julio o el próximo día hábil de todos los años comprendidos dentro del plazo de la cesión. No obstante lo anterior, la Titularizadora podrá requerir en cualquier momento la emisión de una certificación adicional a las antes establecidas, cuando lo considere necesario.

**Proceso de Regularización:** A partir de la fecha en que la Titularizadora haya verificado el incumplimiento de cualquiera de las razones financieras establecidas en el apartado anterior por cualquiera de los originadores, contará con cinco días hábiles para notificar al(los) originador(es) en incumplimiento y al Representante de Tenedores de dicho incumplimiento, haciéndole saber a dicho(s) originador(es) que deberán tomar las acciones necesarias para regularizar la situación de incumplimiento, hasta la próxima certificación que realice el auditor externo. En caso que el(los) originador(es) llegaran a incumplir en la próxima certificación con la razón financiera en cuestión, la

Titularizadora deberá notificar al Banco Administrador para que éste último se abstenga de realizar las transferencias de excedentes sobre la cuota mensual de cesión y se concentren en la Cuenta Colectora todos los excedentes de los depósitos que se realicen. Los montos retenidos en concepto de este mecanismo de aceleración se mantendrán en la Cuenta Colectora correspondiente hasta completar el monto equivalente a tres cuotas mensuales de cesión, y a partir de ese momento el exceso será devuelto a dicho(s) Originador(es). Las tres cuotas de cesión retenidas en la Cuenta Colectora serán devueltas únicamente si se verifica el cumplimiento de la razón financiera en cuestión.

Zumma considera que el período de revisión de las razones financieras es largo (semestral) y por ende también el período de regularización. Adicionalmente, los límites de dichas razones son laxos, por lo que no aportan a la estructura de titularización.

#### **Caducidad**

Cada uno de los originadores y la Titularizadora suscribieron el Contrato de Cesión y Administración de Flujos Operativos Futuros, en el cual se describen los casos de caducidad del contrato. De aplicarse esta cláusula, las obligaciones a cargo de los originadores y a favor de Ricorp como administrador del FTRTSD 01 serán exigibles en su totalidad como si se tratara de plazo vencido y, en consecuencia, los originadores deberá enterar a Ricorp, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente de enterar hasta completar el monto máximo de US\$39,012,000 en los casos siguientes:

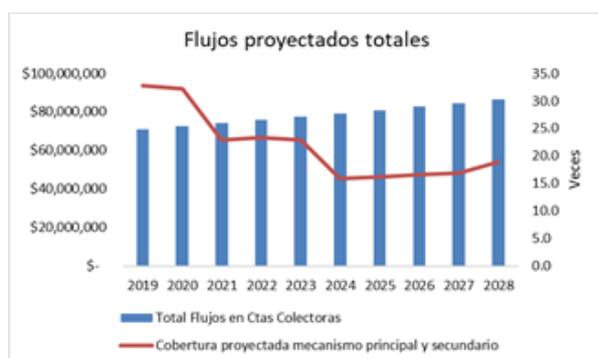
- Si sobre los Flujos Financieros Futuros objeto de cesión recayere embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre los mismos.
- Si en cualquier momento la Administración o la Junta Directiva del originador resolviera modificar cualquiera de las condiciones consignadas en cualquiera de los contratos firmados.
- En el caso que el originador incumpliere con cualquiera de las condiciones especiales establecidas en el presente instrumento.
- Si el evento de mora a cargo del originador no fuere solventado en los términos que constan en el Contrato de Cesión y Administración de Flujos Operativos Futuros.
- Cuando los valores emitidos con cargo al Fondo FTRTSD 01, no puedan colocarse en el mercado bursátil de conformidad con el Artículo setenta y seis vigente de la Ley de Titularización de Activos.
- En general, por cualquier incumplimiento de las obligaciones que en virtud del presente instrumento le corresponda al originador.

#### **ANÁLISIS DE FLUJOS DEL ORIGINADOR**

La estructura de la Titularización de las Sociedades Distribuidoras establece que los originadores cederán de manera mensual una parte de sus flujos financieros con el objetivo de cubrir la cuota mensual a favor del Fondo. En

ese sentido, la estructura operativa establece que el FTRTSD 01 recibirá los ingresos correspondientes a una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por las ventas realizadas a supermercados.

Al comparar el importe mensual de flujos de los originadores vinculados a los ingresos de supermercados durante los años 2014 - 2018 con la cuota de cesión a favor del Fondo de Titularización, se determina una holgada cobertura promedio para cumplir con dicha obligación (13.2 veces), durante los meses evaluados en el análisis. Asimismo, y de acuerdo con el modelo financiero provisto por la entidad Titularizadora, las proyecciones de los ingresos percibidos por los originadores en concepto de ventas a Supermercados, cubren sin dificultad las diferentes cuotas de cesión a lo largo del período de titularización (21.9 veces en promedio).



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Por otra parte, es relevante mencionar que Zumma Ratings ha analizado y realizado escenarios de estrés a los flujos proyectados que serán percibidos en la Cuenta Colectora, con base al modelo financiero elaborado por la Sociedad Titularizadora, valorándose un nivel adecuado de cobertura sobre la cuota de cesión mensual.

## CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE TITULARIZACIÓN (FTRTSD 01)

**Emisor:** Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01(FTRTSD 01).

**Originadores:** Distribuidora Zablah, S.A. de C.V.; Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.; y Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V.

**Denominación de la emisión:** Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (VTRTSD 01).

**Monto del programa:** US\$25 millones.

**Tasa de Interés:** Fija con pagos mensuales

**Tramo A:** US\$21,250,000 a 10 años y tasa fija: 7.75%

**Tramo B:** US\$ 3,750,000 a 5 años y tasa fija: 6.75%

**Amortización:** Mensual a partir del tercer año

**Pago de Intereses:** Los intereses se pagarán de forma mensual.

**Plazo de la emisión:** Tendrá un plazo de 120 meses (10 años).

## PERFIL CREDITICIO DE LOS ORIGINADORES

### Antecedentes

Grupo Zablah constituyó Diszasa en 1969, Udisa en 1990 y adquirió Disna en 2003 (constituida en 1981 por otro grupo familiar). Los originadores pertenecen a Grupo Zablah, grupo empresarial salvadoreño que incluye empresas con servicios de distribución, financieros, logísticos, energéticos, etc.

La actividad principal de los originadores es la distribución y comercialización de productos alimenticios, artículos de uso personal, licores, etc., sector en el que se constituye líder del mismo. Importan productos desde Europa, Asia, Suramérica, Norteamérica y Centroamérica y cuenta con una alta diversificación de las marcas comercializadas. En línea con lo anterior, las tres distribuidoras mantienen relaciones comerciales de largo plazo con proveedores nacionales e internacionales, manejando acuerdos comerciales de confianza y con base al desempeño de las distintas marcas comercializadas.

En cuanto a la estrategia, las tres empresas distribuidoras proyectan un modesto crecimiento conjunto del 3% en ventas, para el cierre de 2019. Por su parte, Diszasa, con la introducción de dos marcas adicionales (productos de belleza y lácteos), podría experimentar un crecimiento adicional potencial de hasta un 5%, sujeto al desempeño de dichas marcas en el mercado. Adicionalmente, para el año 2020, tienen planeado desarrollar la división de farmacia y desarrollar un proyecto de implementación tecnológica, para automatizar y eficientizar las operaciones. Adicionalmente, el grupo está estudiando la implementación de un proyecto que podría contribuir a mejorar el área logística de las distribuidoras del grupo e incrementar eficiencias.

### Gobierno Corporativo

Las juntas directivas de los originadores están conformadas cada una por 6 directores (3 propietarios y sus suplentes), con la reciente inclusión de dos miembros independientes bajo la figura de asesores. Con respecto a la exposición en cuentas por cobrar con relacionadas a diciembre 2018, Diszasa y Udisa muestran una exposición baja, 9.2% y 7.4% respectivamente del patrimonio correspondiente; en el caso de Disna, la exposición es moderada, ya que las cuentas por cobrar a relacionadas representan 37.2% del patrimonio. Sin embargo, la totalidad de estas cuentas por cobrar está relacionada con la operación de las entidades y sus condiciones son las de mercado.

Adicionalmente, la administración tiene prevista la formalización y documentación de un Código de Gobierno Corporativo en un 100% para inicios de 2020. Mencionar que, los lineamientos y directrices de un adecuado gobierno corporativo ya se practican dentro del grupo y sus empresas, la intención actual es formalizarlo para agregar valor a las empresas.

### Análisis de Riesgo

La destacada posición competitiva como importantes distribuidoras a nivel nacional, la alta diversificación de las marcas comercializadas, las barreras de entrada para la industria (principalmente, la relación y operación con supermercados y el capital de trabajo para financiar las operaciones) se consideran aspectos favorables en el perfil de riesgo de los originadores. En contraparte, el elevado nivel de endeudamiento, los riesgos particulares del sector (niveles de rentabilidad moderados, márgenes operativos estrechos y bajos niveles de eficiencia operativa) y un entorno de creciente competencia y débil desempeño de la actividad económica han sido considerados como variables que podrían sensibilizar el desempeño de los originadores.

### Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (DISZASA)

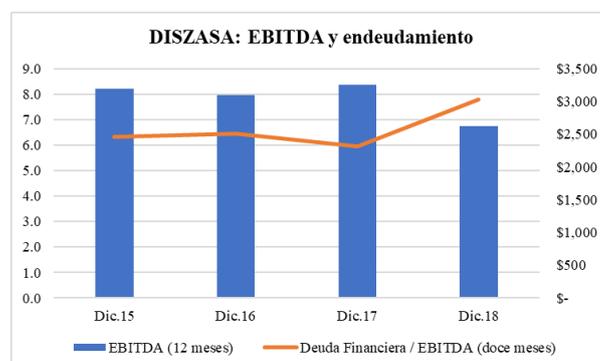
Diszasa es la distribuidora más grande del grupo, con activos de US\$60.4 millones a diciembre 2018. El crecimiento promedio de los activos en los últimos ejercicios previo a 2018 había sido modesto, cercano a 2%, exhibiendo en este último año un crecimiento del 10.4%. En línea con el modelo de negocio, los principales activos los constituyen los inventarios (34.4%) y las cuentas por cobrar (32.8% del total de activos).

Las principales fuentes en las que Diszasa fundamenta su estructura de fondeo son los fondos provenientes de financiamiento bancario (45.9% de los pasivos totales) y de sus proveedores (44.3%). Es importante mencionar que 49.2% de los proveedores son del exterior y el 50.8% restantes corresponden a proveedores locales. El financiamiento bancario no muestra concentraciones relevantes por institución y está conformado por 4 líneas de crédito rotativas y 6 préstamos a largo plazo. En ese contexto, la relación patrimonio a activos se sitúa en 25.7%, ligeramente inferior al promedio de los últimos 5 años (26.6%); mientras que el apalancamiento financiero (pasivo / patrimonio) se ubica en 2.9x a diciembre 2018 (2.7x en 2017). Sobre este punto, mencionar que la distribuidora mantiene compromisos contingenciales diversos con compañías relacionadas, situación que, de materializarse, podría sensibilizar la situación financiera de la institución.

Los indicadores de rentabilidad, así como los márgenes, son estrechos, característico de la industria. Asimismo, los indicadores de eficiencia son bajos, al ser la operación intensiva en recursos humanos y gastos por publicidad. El ritmo de expansión de los ingresos por ventas muestra una tendencia negativa, hasta registrar una contracción del 2.3% anual a diciembre 2018. Esta tendencia podría revertirse durante 2019 con el incremento en ventas proveniente de la reciente introducción de dos marcas. Con relación a la composición de las ventas por canal de distribución, el 40% de los ingresos provienen de las ventas en supermercados (24% Calleja y 16% Walmart, parte de Operadora del Sur) y el 60% restante proviene de ventas al mayoreo, ruteo y Siggaff (incluye tiendas de conveniencia, restaurantes, bares, etc.).

La modesta generación de flujos respecto del volumen de deuda, y la limitada cobertura del EBITDA en relación con los compromisos financieros; se ponderan como factores de riesgo en el análisis. El EBITDA calculado sobre la base de doce meses totalizó US\$2.6 millones; mientras que el margen EBITDA muestra una desmejora de comparar a 2017 (2.1% versus 2.6%). A diciembre 2018, la relación deuda financiera/EBITDA refleja un notable aumento, de comparar con 2017, ubicándose en 7.8 veces, evidenciando la modesta generación de flujos operativos en relación a los actuales niveles de endeudamiento de la Compañía (ver gráfico *DISZASA: EBITDA y Endeudamiento*).

Las expectativas son que, una vez recibidos los fondos provenientes de la titularización, la cancelación y sustitución de deudas disminuya los niveles de apalancamiento de la distribuidora. La calificadora se mantendrá vigilante sobre los indicadores de deuda de la compañía, que pudieran incidir en un menor o mayor perfil de riesgo para el originador y la estructura de titularización.



Fuente: Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

### Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V. (Udisa)

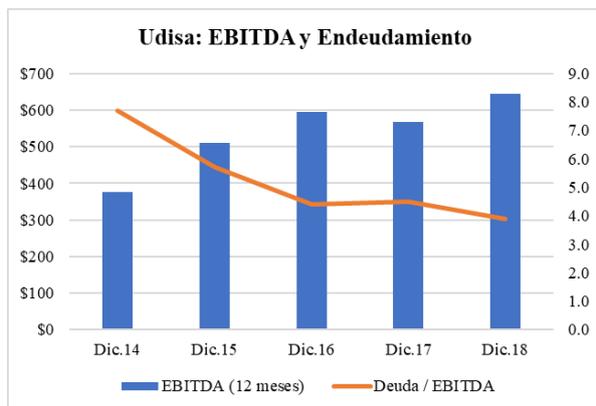
Udisa registra activos por US\$7.8 millones al cierre de 2018, mostrando un leve crecimiento de 0.5% en relación a diciembre 2017. Resaltar que la entidad muestra una tendencia creciente en los activos desde el año 2016. Las cuentas por cobrar, los inventarios y el activo fijo (propiedades, mobiliario y equipo) son los activos de mayor participación, representando 39.3%, 22.8% y 21.8% del total de activos, respectivamente, a diciembre 2018.

Por su parte, los fondos provenientes de instituciones financieras y el financiamiento con proveedores son las principales fuentes de fondeo. Al 31 de diciembre de 2018, éstas representan 31.6% y 22.4% de los pasivos totales, respectivamente. Mencionar que, en relación a 2017, el 48.8% de los préstamos a corto plazo han sido sustituidos por préstamos a largo plazo en el balance de la entidad. Es importante mencionar que los pasivos de Udisa muestran concentraciones relevantes, ya que el 79.9% del financiamiento bancario (a corto y largo plazo) proviene de una institución financiera local. En cuanto a los proveedores, el 97.4% son del exterior y lo restante corresponde a proveedores locales. Así, la relación patrimonio a activos se sitúa en 31.7%, superior al promedio de

los últimos 5 años (29.1%); y el apalancamiento financiero (pasivo / patrimonio) se ubica en 2.2x al cierre de 2018 (2.4x a diciembre 2017), por debajo del promedio de los últimos 5 ejercicios, 2.5x.

A diferencia de Diszasa y Disna, los indicadores de rentabilidad y eficiencia son moderados, aunque los márgenes se mantienen estrechos. Los ingresos por ventas mantienen un ritmo de expansión en los períodos observados, con un leve crecimiento del 0.5% al cierre de 2018, en relación a 2017. La composición de los ingresos por canal de distribución se divide: 60% de ellos provienen de supermercados y el 40% restante proviene de mayoreo.

El nivel de cobertura del EBITDA en relación con los compromisos financieros se considera moderado, superior al observado en los otros originadores. El EBITDA calculado sobre la base de doce meses totalizó US\$645 mil; mientras que el margen EBITDA muestra una modesta mejora de comparar con 2017 (4.8% versus 4.2%). A diciembre de 2018, la relación deuda financiera/EBITDA se ubicó en 3.9 veces (mejorando desde 4.5 veces en 2017), reflejando la aun moderada generación de flujos operativos en relación con los actuales niveles de endeudamiento de la Compañía. No obstante, destaca la tendencia a la baja de dicho indicador desde 2014 (ver gráfico UDISA: EBITDA y Endeudamiento).



Fuente: Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

#### Distribuidora Nacional, S.A. de C.V. (Disna)

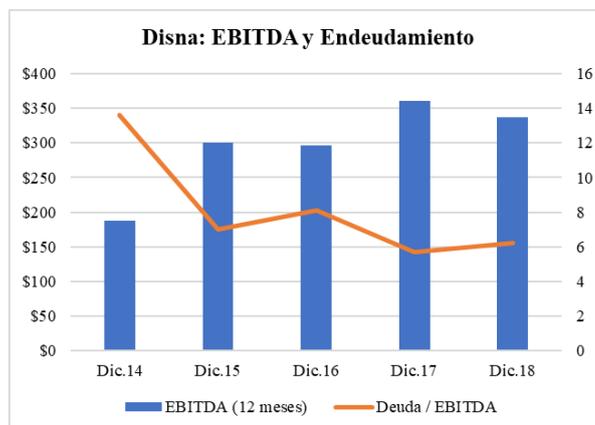
Disna, con un tamaño similar en activos a Udisa, totaliza US\$7.8 millones a diciembre 2018. Al cierre de 2018, el volumen de activos es el más alto observado en los últimos 5 períodos, donde se observa un comportamiento fluctuante, en línea con el comportamiento de las cuentas por cobrar a partes relacionadas. Las cuentas por cobrar globales constituyen el activo más relevante de Disna, representando 49.8% del total de activos a diciembre 2018; particularmente, las cuentas por cobrar a relacionadas agrupan 12.0% de los activos. Los inventarios componen el otro activo significativo en el balance de Disna,

28.2% de los activos totales, en línea con el modelo de negocio.

Similar a lo observado en los otros originadores, las principales fuentes de fondeo son el financiamiento de instituciones financieras y el proveniente de proveedores. Al 31 de diciembre de 2018, éstas representan 25.3% y 22.4% de los pasivos totales, respectivamente. El financiamiento bancario de Disna muestra concentraciones relevantes, ya que el 67.2% proviene de un préstamo a largo plazo y el 22.8% restante a una línea de crédito rotativa. Al igual que lo observado en Udisa, la mayoría de los proveedores provienen del exterior, 79.6%, y el 20.4% restante corresponde a proveedores locales. A diciembre de 2018, la relación patrimonio a activos es 32.1%, en línea con el promedio de los últimos 5 años (31.7%); y el apalancamiento financiero (pasivo / patrimonio) creció levemente a 2.1x a diciembre 2018 (2.0x a diciembre 2017), similar al promedio de los últimos 5 ejercicios, 2.2x.

Los indicadores de rentabilidad, márgenes y la eficiencia son bajos, semejantes a los observados en Diszasa. La expansión de los ingresos por ventas ha sido consistente desde 2016, con un crecimiento, al cierre de 2018, del 9.1% con respecto a 2017. En la composición de los ingresos por canal de distribución a diciembre de 2018 destaca la participación de los ingresos provenientes por Supermercados (40%); el 60% restante se corresponde a Mayoreo, Institucional y Ruteo.

La generación de flujos respecto del volumen de deuda es modesta, y la cobertura del EBITDA en relación con los compromisos financieros es baja, consideradas como factores de riesgo en el análisis. A diciembre 2018, el EBITDA a doce meses totalizó US\$337 mil; mientras que el margen EBITDA es apenas 1.8%. En este contexto, la relación deuda financiera/EBITDA se ubicó en 6.2 veces, aunque el nivel es menor al promedio observado en los últimos ejercicios, 8.1 (ver gráfico DISNA: EBITDA y Endeudamiento).



Fuente: Distribuidora Nacional, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

**FLUJOS MENSUALES CEDIDOS AL FTRTSD 01**

<b>Período</b>	<b>Cesión en US\$</b>						
1	\$180,000.00	31	\$270,000.00	61	\$416,200.00	91	\$416,200.00
2	\$180,000.00	32	\$270,000.00	62	\$416,200.00	92	\$416,200.00
3	\$180,000.00	33	\$270,000.00	63	\$416,200.00	93	\$416,200.00
4	\$180,000.00	34	\$270,000.00	64	\$416,200.00	94	\$416,200.00
5	\$180,000.00	35	\$270,000.00	65	\$416,200.00	95	\$416,200.00
6	\$180,000.00	36	\$270,000.00	66	\$416,200.00	96	\$416,200.00
7	\$180,000.00	37	\$270,000.00	67	\$416,200.00	97	\$416,200.00
8	\$180,000.00	38	\$270,000.00	68	\$416,200.00	98	\$416,200.00
9	\$180,000.00	39	\$270,000.00	69	\$416,200.00	99	\$416,200.00
10	\$180,000.00	40	\$270,000.00	70	\$416,200.00	100	\$416,200.00
11	\$180,000.00	41	\$270,000.00	71	\$416,200.00	101	\$416,200.00
12	\$180,000.00	42	\$270,000.00	72	\$416,200.00	102	\$416,200.00
13	\$180,000.00	43	\$270,000.00	73	\$416,200.00	103	\$416,200.00
14	\$180,000.00	44	\$270,000.00	74	\$416,200.00	104	\$416,200.00
15	\$180,000.00	45	\$270,000.00	75	\$416,200.00	105	\$416,200.00
16	\$180,000.00	46	\$270,000.00	76	\$416,200.00	106	\$416,200.00
17	\$180,000.00	47	\$270,000.00	77	\$416,200.00	107	\$416,200.00
18	\$180,000.00	48	\$270,000.00	78	\$416,200.00	108	\$416,200.00
19	\$180,000.00	49	\$270,000.00	79	\$416,200.00	109	\$416,200.00
20	\$180,000.00	50	\$270,000.00	80	\$416,200.00	110	\$416,200.00
21	\$180,000.00	51	\$270,000.00	81	\$416,200.00	111	\$416,200.00
22	\$180,000.00	52	\$270,000.00	82	\$416,200.00	112	\$416,200.00
23	\$180,000.00	53	\$270,000.00	83	\$416,200.00	113	\$416,200.00
24	\$180,000.00	54	\$270,000.00	84	\$416,200.00	114	\$416,200.00
25	\$270,000.00	55	\$270,000.00	85	\$416,200.00	115	\$416,200.00
26	\$270,000.00	56	\$270,000.00	86	\$416,200.00	116	\$416,200.00
27	\$270,000.00	57	\$270,000.00	87	\$416,200.00	117	\$416,200.00
28	\$270,000.00	58	\$270,000.00	88	\$416,200.00	118	\$416,200.00
29	\$270,000.00	59	\$270,000.00	89	\$416,200.00	119	\$416,200.00
30	\$270,000.00	60	\$270,000.00	90	\$416,200.00	120	\$416,200.00
<b>Total</b>							<b>\$39,012,000.00</b>

**DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.**  
**BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA**  
(En miles de US Dólares)

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%
<b>ACTIVO</b>								
<b>Activo Corriente</b>								
Efectivo	200	0%	407	1%	514	1%	360	1%
Inversiones Financieras		0%	2,282	4%	2,282	4%	1,760	3%
Cuentas por Cobrar	17,011	32%	17,820	32%	18,770	34%	19,824	33%
Inventarios	20,716	39%	19,991	36%	17,543	32%	20,777	34%
Otras cuentas por cobrar	5,301	10%	5,861	11%	6,492	12%	5,840	10%
Gastos pagados por anticipado	513	1%	710	1%	902	2%	1,507	2%
Activo por titularización	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
<b>Total Activo corriente</b>	<b>43,742</b>	<b>82%</b>	<b>47,071</b>	<b>86%</b>	<b>46,504</b>	<b>85%</b>	<b>50,068</b>	<b>83%</b>
<b>Activo no Corriente</b>								
Vallas, mobiliario y equipo - neto	7,735	14%	6,241	11%	6,620	12%	7,079	12%
Inversiones en acciones	1,985	4%	1,502	3%	1,551	3%	3,234	5%
Impuesto sobre la renta diferido	112	0%	40	0%	9	0%	3	0%
<b>Total Activo no Corriente</b>	<b>9,831</b>	<b>18%</b>	<b>7,783</b>	<b>14%</b>	<b>8,180</b>	<b>15%</b>	<b>10,317</b>	<b>17%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>53,572</b>	<b>100%</b>	<b>54,854</b>	<b>100%</b>	<b>54,684</b>	<b>100%</b>	<b>60,384</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>								
<b>Pasivo Corriente</b>								
Porción corriente de préstamos de largo plazo	1,792	3%	2,305	4%	1,943	4%	1,941	3%
Préstamos bancarios a corto plazo	13,619	25%	14,174	26%	15,000	27%	16,038	27%
Obligaciones por pagar titularización a corto plazo		0%		0%		0%		0%
Sobregiros bancarios	185	0%		0%	162	0%	66	0%
Cuentas por pagar comerciales	15,559	29%	17,143	31%	16,107	29%	19,888	33%
Otras Cuentas y gastos acumulados por pagar	1,875	3%	2,135	4%	3,110	6%	3,332	6%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	1,128	2%	791	1%	867	2%	1,044	2%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>34,157</b>	<b>64%</b>	<b>36,548</b>	<b>67%</b>	<b>37,189</b>	<b>68%</b>	<b>42,310</b>	<b>70%</b>
<b>Pasivo no Corriente</b>								
Préstamos por pagar largo plazo	4,829	9%	3,517	6%	2,490	5%	2,524	4%
Obligaciones por pagar titularización a largo plazo	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Obligaciones por retiro voluntario	361	1%	133	0%	30	0%	11	0%
<b>Total Pasivo No Circulante</b>	<b>5,190</b>	<b>10%</b>	<b>3,650</b>	<b>7%</b>	<b>2,520</b>	<b>5%</b>	<b>2,535</b>	<b>4%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>39,347</b>	<b>73%</b>	<b>40,198</b>	<b>73%</b>	<b>39,709</b>	<b>73%</b>	<b>44,845</b>	<b>74%</b>
<b>PATRIMONIO</b>								
Capital social	7,806	15%	6,106	11%	9,379	17%	12,494	21%
Reserva legal	1,881	4%	1,881	3%	1,881	3%	1,996	3%
Utilidades retenidas	3,531	7%	4,538	8%	2,568	5%	(114)	0%
Utilidad del ejercicio	1,007	2%	2,131	4%	1,147	2%	1,164	2%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>14,225</b>	<b>27%</b>	<b>14,656</b>	<b>27%</b>	<b>14,975</b>	<b>27%</b>	<b>15,540</b>	<b>26%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>53,572</b>	<b>100%</b>	<b>54,854</b>	<b>100%</b>	<b>54,684</b>	<b>100%</b>	<b>60,384</b>	<b>100%</b>

**DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
(En miles de US Dólares)

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%
<b>Ingresos</b>	<b>121,441</b>	<b>100%</b>	<b>124,866</b>	<b>100%</b>	<b>125,974</b>	<b>100%</b>	<b>123,086</b>	<b>100%</b>
Ventas	121,441	100%	124,866	100%	125,974	100%	123,086	100%
<b>Costo de Venta</b>	<b>95,501</b>	<b>79%</b>	<b>97,821</b>	<b>78%</b>	<b>97,987</b>	<b>78%</b>	<b>94,958</b>	<b>77%</b>
Costo de ventas	95,501	79%	97,821	78%	97,987	78%	94,958	77%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>25,941</b>	<b>21%</b>	<b>27,045</b>	<b>22%</b>	<b>27,988</b>	<b>22%</b>	<b>28,128</b>	<b>23%</b>
<b>Gastos de Venta y Administrativos</b>	<b>23,726</b>	<b>20%</b>	<b>24,931</b>	<b>20%</b>	<b>25,856</b>	<b>21%</b>	<b>26,599</b>	<b>22%</b>
Gastos de Venta	18,833	16%	20,100	16%	20,603	16%	21,451	17%
Gastos de Administración	4,893	4%	4,830	4%	5,252	4%	5,148	4%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>2,215</b>	<b>2%</b>	<b>2,114</b>	<b>2%</b>	<b>2,132</b>	<b>2%</b>	<b>1,529</b>	<b>1%</b>
Otros Ingresos	345	0%	1,870	1%	759	1%	1,437	1%
Gastos Financieros	1,005	1%	932	1%	1,045	1%	1,321	1%
Gastos Financieros de la titularización	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
<b>Utilidad Antes de Impuesto Sobre la Renta</b>	<b>1,555</b>	<b>1%</b>	<b>3,052</b>	<b>2%</b>	<b>1,846</b>	<b>1%</b>	<b>1,645</b>	<b>1%</b>
Impuesto Sobre la Renta	541	0%	779	1%	621	0%	481	0%
Reserva Legal	7	0%	143	0%	79	0%	-	0%
<b>Utilidad antes de otros resultados integrales</b>	<b>1,007</b>	<b>1%</b>	<b>2,131</b>	<b>2%</b>	<b>1,147</b>	<b>1%</b>	<b>1,164</b>	<b>1%</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,007</b>	<b>1%</b>	<b>2,131</b>	<b>2%</b>	<b>1,147</b>	<b>1%</b>	<b>1,164</b>	<b>1%</b>

**DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.**  
**INDICADORES FINANCIEROS**

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18
<b>Rentabilidad</b>				
ROAA	1.9%	3.9%	2.1%	2.0%
ROAE	7.2%	14.8%	7.7%	7.6%
Utilidad de Operación / Ingresos	1.8%	1.7%	1.7%	1.2%
Utilidad Neta / Ingresos	0.8%	1.7%	0.9%	0.9%
Costo Financiero Promedio	5.0%	4.7%	5.4%	6.4%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	91.5%	92.2%	92.4%	94.6%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	12.8%	30.5%	17.3%	16.4%
<b>Liquidez</b>				
Activo corriente / Pasivo Corriente	1.3	1.3	1.3	1.2
Liquidez general sin relacionadas (veces)	1.3	1.3	1.3	1.2
Capital de Trabajo	\$ 9,584	\$ 10,524	\$ 9,315	\$ 7,758
Capital de Trabajo (excluyendo a relacionadas)	\$ 10,713	\$ 11,315	\$ 10,182	\$ 8,802
<b>EBITDA y Flujos del Periodo</b>				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$ 1,477	\$ 3,016	\$ 2,043	\$ 74
Gasto Financiero neto de impuestos	\$ 703	\$ 653	\$ 731	\$ 925
FCO (Flujo de Caja Operativo)	\$ 2,180	\$ 3,669	\$ 2,774	\$ 999
CAPEX	\$ 748	\$ (1,930)	\$ 1,491	\$ 1,583
Dividendos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
FLC Flujo Libre de Caja* (sin restar dividendos)	\$ 1,432	\$ 5,599	\$ 1,283	\$ (584)
FLC Flujo Libre de Caja (restando dividendos)	\$ 1,432	\$ 5,599	\$ 1,283	\$ (584)
EBIT (período)	\$ 2,215	\$ 2,114	\$ 2,132	\$ 1,529
EBITDA (12 meses)	\$ 3,200	\$ 3,097	\$ 3,258	\$ 2,627
EBITDA (período)	\$ 3,200	\$ 3,097	\$ 3,258	\$ 2,627
Gasto Financiero (12 meses)	\$ 1,005	\$ 932	\$ 1,045	\$ 1,321
Gasto Financiero (período)	\$ 1,005	\$ 932	\$ 1,045	\$ 1,321
Margen EBITDA	2.6%	2.5%	2.6%	2.1%
<b>Coberturas de Gasto Financiero del Periodo</b>				
FCO / Gasto financiero (doce meses)	2.2	3.9	2.7	0.8
FLC / Gasto financiero (doce meses)	1.4	6.0	1.2	(0.4)
EBITDA / Flujo de Actividades de Operación (período)	2.2	1.0	1.6	35.5
EBITDA / Gasto financiero (12 meses)	3.2	3.3	3.1	2.0
EBITDA Período / Gasto Financiero Período	3.2	3.3	3.1	2.0
<b>Coberturas de Servicio de Deuda (doce meses)</b>				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	0.2	0.2	0.2	0.1
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.2	0.2	0.2	0.1
<b>Estructura financiera</b>				
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.8	2.7	2.7	2.9
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio (veces)	2.4	2.5	2.5	2.7
Endeudamiento financiero (veces)	1.4	1.4	1.3	1.3
Endeudamiento financiero corto plazo/deuda financiera total	0.8	0.8	0.9	0.9
Deuda Financiera / EBITDA (doce meses)	6.3	6.5	6.0	7.8
Deuda Financiera / Patrimonio	1.4	1.4	1.3	1.3
Deuda Total/ Patrimonio	2.5	2.5	2.4	2.6
Capital / Activos	14.6%	11.1%	17.2%	20.7%
Patrimonio / Activos	26.6%	26.7%	27.4%	25.7%
Depreciación y amortización (período)	\$ 986	\$ 983	\$ 1,126	\$ 1,098
Exceso / (deficit) de depreciación	\$ 238	\$ 2,913	\$ (366)	\$ (485)
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Patrimonio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Capital	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Gestión Administrativa</b>				
Ciclo de efectivo	59	51	44	45
Rotación de Inventarios	78	74	64	79
Rotación de cobranzas comerciales	50	51	54	58
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	50	51	54	58
Rotación de cuentas por pagar comerciales	66	71	71	88
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye rel)	70	74	74	92
<b>Descalce</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>34</b>

**UNIÓN DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL, S.A. de C.V.**  
**BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA**  
(En miles de US Dólares)

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%
<b>ACTIVO</b>								
<b>Activo Corriente</b>								
Efectivo	80	1%	89	1%	63	1%	175	2%
Cuentas por Cobrar	2,651	34%	2,962	42%	3,031	39%	3,082	39%
Inventarios	1,971	25%	1,423	20%	1,487	19%	1,793	23%
Cuentas por Cobrar a relacionadas CP	411	5%	8	0%	560	7%	184	2%
Impuestos por recuperar	193	2%	128	2%	128	2%	162	2%
Otras cuentas por cobrar	185	2%	233	3%	259	3%	220	3%
Gastos pagados por anticipado	15	0%	34	0%	21	0%	10	0%
<b>Total Activo corriente</b>	<b>5,506</b>	<b>71%</b>	<b>4,877</b>	<b>69%</b>	<b>5,549</b>	<b>71%</b>	<b>5,626</b>	<b>72%</b>
<b>Activo no Corriente</b>								
Propiedades, mobiliario y equipo	1,760	23%	1,730	24%	1,744	22%	1,713	22%
Depositos en garantía	1	0%	1	0%	1	0%	1	0%
Inversiones en asociadas	479	6%	479	7%	479	6%	479	6%
Activo sobre la renta diferido	31	0%	29	0%	29	0%	26	0%
<b>Total Activo no Corriente</b>	<b>2,271</b>	<b>29%</b>	<b>2,239</b>	<b>31%</b>	<b>2,253</b>	<b>29%</b>	<b>2,219</b>	<b>28%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>7,777</b>	<b>100%</b>	<b>7,116</b>	<b>100%</b>	<b>7,802</b>	<b>100%</b>	<b>7,845</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>								
<b>Pasivo Corriente</b>								
Préstamos por pagar de corto plazo	2,863	37%	2,563	36%	2,534	32%	1,298	17%
Otros préstamos por pagar		0%	61	1%	30	0%	31	0%
Obligaciones por retiro voluntario	12	0%	21	0%	21	0%	20	0%
Proveedores	2,061	27%	1,522	21%	1,788	23%	1,758	22%
Otras Cuentas y gastos acumulados por pagar	147	2%	224	3%	292	4%	445	6%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	314	4%	239	3%	578	7%	368	5%
Impuesto sobre la renta por pagar	32	0%	33	0%	47	1%	34	0%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>5,428</b>	<b>70%</b>	<b>4,664</b>	<b>66%</b>	<b>5,289</b>	<b>68%</b>	<b>3,954</b>	<b>51%</b>
<b>Pasivo no Corriente</b>								
Cuentas por pagar a partes relacionadas		0%	30	0%	30	0%	30	0%
Préstamos por pagar largo plazo	30	0%		0%		0%	1,179	15%
Obligaciones por retiro voluntario	82	1%	67	1%	67	1%	67	1%
Pasivo impuesto sobre la renta diferido	100	1%	108	2%	116	1%	124	2%
<b>Total Pasivo No Circulante</b>	<b>212</b>	<b>3%</b>	<b>205</b>	<b>3%</b>	<b>213</b>	<b>3%</b>	<b>1,400</b>	<b>18%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>5,641</b>	<b>73%</b>	<b>4,869</b>	<b>68%</b>	<b>5,502</b>	<b>71%</b>	<b>5,354</b>	<b>68%</b>
<b>PATRIMONIO</b>								
Capital social	1,131	15%	1,131	16%	1,131	14%	1,848	24%
Reserva legal	408	5%	437	6%	347	4%	370	5%
Utilidades retenidas	351	5%	394	6%	558	7%	(22)	0%
Utilidad del ejercicio	246	3%	286	4%	264	3%	295	4%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,136</b>	<b>27%</b>	<b>2,247</b>	<b>32%</b>	<b>2,300</b>	<b>29%</b>	<b>2,490</b>	<b>32%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>7,777</b>	<b>100%</b>	<b>7,116</b>	<b>100%</b>	<b>7,802</b>	<b>100%</b>	<b>7,845</b>	<b>100%</b>

**UNIÓN DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL, S.A. de C.V.**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
(En miles de US Dólares)

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%
<b>Ingresos</b>	<b>12,637</b>	<b>100%</b>	<b>12,933</b>	<b>100%</b>	<b>13,487</b>	<b>100%</b>	<b>13,559</b>	<b>100%</b>
Ventas	12,637	100%	12,933	100%	13,487	100%	13,559	100%
<b>Costo de Venta</b>	<b>9,860</b>	<b>78%</b>	<b>10,084</b>	<b>78%</b>	<b>10,483</b>	<b>78%</b>	<b>10,506</b>	<b>77%</b>
Costo de ventas	9,860	78%	10,084	78%	10,483	78%	10,506	77%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>2,777</b>	<b>22%</b>	<b>2,849</b>	<b>22%</b>	<b>3,003</b>	<b>22%</b>	<b>3,054</b>	<b>23%</b>
<b>Gastos de Venta y Administrativos</b>	<b>2,297</b>	<b>18%</b>	<b>2,287</b>	<b>18%</b>	<b>2,473</b>	<b>18%</b>	<b>2,451</b>	<b>18%</b>
Gastos de Venta	1,825	14%	1,841	14%	1,994	15%	1,893	14%
Gastos de Administración	471	4%	447	3%	479	4%	559	4%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>481</b>	<b>4%</b>	<b>561</b>	<b>4%</b>	<b>531</b>	<b>4%</b>	<b>603</b>	<b>4%</b>
Otros Ingresos neto de gastos	12	0%	13	0%	15	0%	18	0%
Gastos Financieros	138	1%	162	1%	164	1%	204	2%
<b>Utilidad Antes de Impuesto Sobre la Renta</b>	<b>354</b>	<b>3%</b>	<b>412</b>	<b>3%</b>	<b>382</b>	<b>3%</b>	<b>417</b>	<b>3%</b>
Impuesto Sobre la Renta	109	1%	126	1%	117	1%	121	1%
<b>Utilidad antes de otros resultados integrales</b>	<b>246</b>	<b>2%</b>	<b>286</b>	<b>2%</b>	<b>264</b>	<b>2%</b>	<b>295</b>	<b>2%</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>246</b>	<b>2%</b>	<b>286</b>	<b>2%</b>	<b>264</b>	<b>2%</b>	<b>295</b>	<b>2%</b>

**UNIÓN DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL, S.A. de C.V.**  
**INDICADORES FINANCIEROS**

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18
<b>Rentabilidad</b>				
ROAA	3.1%	3.8%	3.5%	3.8%
ROAE	11.7%	13.1%	11.6%	12.3%
Utilidad de Operación / Ingresos	3.8%	4.3%	3.9%	4.4%
Utilidad Neta / Ingresos	1.9%	2.2%	2.0%	2.2%
Costo Financiero Promedio	4.8%	6.2%	6.4%	8.1%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	82.7%	80.3%	82.3%	80.3%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	13.9%	16.4%	15.2%	17.2%
<b>Liquidez</b>				
Activo corriente / Pasivo Corriente	1.0	1.0	1.0	1.4
Liquidez general sin relacionadas (veces)	1.0	1.1	1.1	1.5
Capital de Trabajo	\$ 77	\$ 213	\$ 261	\$ 1,672
Capital de Trabajo (excluyendo a relacionadas)	-\$ 21	\$ 445	\$ 278	\$ 1,856
<b>EBITDA y Flujos del Periodo</b>				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$ (62)	\$ 426	\$ 295	\$ 285
Gasto Financiero neto de impuestos	\$ 97	\$ 114	\$ 115	\$ 142
FCO (Flujo de Caja Operativo)	\$ 35	\$ 540	\$ 410	\$ 427
CAPEX	\$ 8	\$ 3	\$ 50	\$ 12
Dividendos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
FLC Flujo Libre de Caja* (sin restar dividendos)	\$ 27	\$ 537	\$ 360	\$ 415
FLC Flujo Libre de Caja (restando dividendos)	\$ 27	\$ 537	\$ 360	\$ 415
EBIT (período)	\$ 481	\$ 561	\$ 531	\$ 603
EBITDA (12 meses)	\$ 511	\$ 594	\$ 567	\$ 645
EBITDA (período)	\$ 511	\$ 594	\$ 567	\$ 645
Gasto Financiero (12 meses)	\$ 138	\$ 162	\$ 164	\$ 204
Gasto Financiero (período)	\$ 138	\$ 162	\$ 164	\$ 204
Margen EBITDA	4.0%	4.6%	4.2%	4.8%
<b>Coberturas de Gasto Financiero del Periodo</b>				
FCO / Gasto financiero (doce meses)	0.3	3.3	2.5	2.1
FLC / Gasto financiero (doce meses)	0.2	3.3	2.2	2.0
EBITDA / Flujo de Actividades de Operación (período)	(8.3)	1.4	1.9	2.3
EBITDA / Gasto financiero (12 meses)	3.7	3.7	3.5	3.2
EBITDA Período / Gasto Financiero Período	3.7	3.7	3.5	3.2
<b>Coberturas de Servicio de Deuda (doce meses)</b>				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	0.2	0.2	0.2	0.4
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.2	0.2	0.2	0.3
<b>Estructura financiera</b>				
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.6	2.2	2.4	2.2
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio (veces)	2.5	2.1	2.3	1.6
Endeudamiento financiero (veces)	1.4	1.2	1.1	1.0
Endeudamiento financiero corto plazo/deuda financiera total	1.0	1.0	1.0	0.5
Deuda Financiera / EBITDA (doce meses)	5.7	4.4	4.5	3.9
Deuda Financiera / Patrimonio	1.4	1.2	1.1	1.0
Deuda Total/ Patrimonio	2.3	1.8	1.9	1.7
Capital / Activos	0.1	0.2	0.1	0.2
Patrimonio / Activos	27.5%	31.6%	29.5%	31.7%
CAPEX (sin revaluación)				
Depreciación y amortización (período)	\$ 30	\$ 33	\$ 37	\$ 43
Exceso / (deficit) de depreciación	\$ 22	\$ 30	\$ (14)	\$ 31
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Patrimonio	19.3%	0.4%	24.3%	7.4%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Capital	36.4%	0.7%	49.5%	10.0%
<b>Gestión Administrativa</b>				
Ciclo de efectivo	67	62	55	59
Rotación de Inventarios	72	51	51	61
Rotación de cobranzas comerciales	76	82	81	82
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	87	83	96	87
Rotación de cobranzas relacionadas	12	0	15	5
Rotación de cuentas por pagar comerciales	81	62	71	76
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye rel)	92	72	92	89
<b>Descalce</b>	<b>5</b>	<b>-11</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>

Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.  
**BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA**  
(En miles de US Dólares)

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%
<b>ACTIVO</b>								
<b>Activo Corriente</b>								
Efectivo	134	2%	304	4%	27	0%	147	2%
Cuentas por Cobrar	2,420	33%	2,496	35%	2,887	39%	2,929	37%
Inventarios	2,244	30%	2,112	29%	1,696	23%	2,208	28%
Cuentas por Cobrar a relacionadas CP	851	11%	574	8%	1,029	14%	938	12%
Otras cuentas por cobrar	376	5%	8	0%	9	0%	39	0%
Gastos pagados por anticipado	3	0%	387	5%	501	7%	299	4%
Impuestos por recuperar	310	4%	259	4%	248	3%	260	3%
<b>Total Activo corriente</b>	<b>6,339</b>	<b>86%</b>	<b>6,139</b>	<b>86%</b>	<b>6,398</b>	<b>86%</b>	<b>6,820</b>	<b>87%</b>
<b>Activo no Corriente</b>								
Cuentas por cobrar a partes relacionadas de largo plazo	61	1%	61	1%	46	1%	-	0%
Mobiliario y equipo - neto	89	1%	60	1%	57	1%	115	1%
Inversiones en asociadas	892	12%	892	12%	892	12%	892	11%
Activo sobre la renta diferido	25	0%	27	0%	20	0%	17	0%
<b>Total Activo no Corriente</b>	<b>1,067</b>	<b>14%</b>	<b>1,040</b>	<b>14%</b>	<b>1,015</b>	<b>14%</b>	<b>1,024</b>	<b>13%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>7,406</b>	<b>100%</b>	<b>7,180</b>	<b>100%</b>	<b>7,413</b>	<b>100%</b>	<b>7,843</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>								
<b>Pasivo Corriente</b>								
Otros préstamos por pagar	80	1%	103	1%	95	1%	89	1%
Préstamos por pagar de corto plazo	1,150	16%	1,450	20%	1,366	18%	1,152	15%
Porción circulante de deuda a largo plazo	245	3%	247	3%	252	3%	381	5%
Porción corriente de pasivo por beneficio de retiro voluntario	14	0%	23	0%	13	0%	7	0%
Proveedores	1,526	21%	1,586	22%	1,090	15%	1,761	22%
Otras Cuentas y gastos acumulados por pagar	492	7%	361	5%	543	7%	482	6%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	607	8%	224	3%	902	12%	727	9%
Impuesto sobre la renta por pagar	33	0%	70	1%	159	2%	134	2%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>4,147</b>	<b>56%</b>	<b>4,064</b>	<b>57%</b>	<b>4,420</b>	<b>60%</b>	<b>4,733</b>	<b>60%</b>
<b>Pasivo no Corriente</b>								
Cuentas por pagar a partes relacionadas	48	1%	88	1%	88	1%	88	1%
Préstamos por pagar largo plazo	860	12%	613	9%	352	5%	452	5.8%
Obligaciones por retiro voluntario	63	1%	49	1%	49	1%	50	1%
Otros préstamos por pagar	40	1%		0%		0%		0%
<b>Total Pasivo No Circulante</b>	<b>1,011</b>	<b>14%</b>	<b>750</b>	<b>10%</b>	<b>489</b>	<b>7%</b>	<b>589</b>	<b>8%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>5,157</b>	<b>70%</b>	<b>4,814</b>	<b>67%</b>	<b>4,909</b>	<b>66%</b>	<b>5,323</b>	<b>68%</b>
<b>PATRIMONIO</b>								
Capital social	1,478	20%	1,478	21%	1,478	20%	2,219	28%
Reserva legal	153	2%	166	2%	179	2%	193	2%
Utilidades retenidas	521	7%	606	8%	708	10%	(14)	0%
Utilidad del ejercicio	97	1%	116	2%	138	2%	122	2%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,249</b>	<b>30%</b>	<b>2,366</b>	<b>33%</b>	<b>2,504</b>	<b>34%</b>	<b>2,521</b>	<b>32%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>7,406</b>	<b>100%</b>	<b>7,180</b>	<b>100%</b>	<b>7,413</b>	<b>100%</b>	<b>7,843</b>	<b>100%</b>

Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
(En miles de US Dólares)

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%
<b>Ingresos</b>	<b>16,752</b>	<b>100%</b>	<b>17,032</b>	<b>100%</b>	<b>17,444</b>	<b>100%</b>	<b>19,040</b>	<b>100%</b>
Ventas	16,752	100%	17,032	100%	17,444	100%	19,040	100%
<b>Costo de Venta</b>	<b>12,893</b>	<b>77%</b>	<b>13,114</b>	<b>77%</b>	<b>13,496</b>	<b>77%</b>	<b>14,819</b>	<b>78%</b>
Costo de ventas	12,893	77%	13,114	77%	13,496	77%	14,819	78%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>3,859</b>	<b>23%</b>	<b>3,918</b>	<b>23%</b>	<b>3,948</b>	<b>23%</b>	<b>4,222</b>	<b>22%</b>
<b>Gastos de Venta y Administrativos</b>	<b>3,598</b>	<b>21%</b>	<b>3,648</b>	<b>21%</b>	<b>3,611</b>	<b>21%</b>	<b>3,917</b>	<b>21%</b>
Gastos de Venta	1,880	11%	1,954	11%	1,927	11%	2,096	11%
Gastos de Administración	1,719	10%	1,694	10%	1,685	10%	1,821	10%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>261</b>	<b>2%</b>	<b>270</b>	<b>2%</b>	<b>337</b>	<b>2%</b>	<b>305</b>	<b>2%</b>
Otros Ingresos neto de gastos	11	0%	13	0%	9	0%	17	0%
Gastos Financieros	132	1%	112	1%	143	1%	122	1%
<b>Utilidad Antes de Impuesto Sobre la Renta</b>	<b>140</b>	<b>1%</b>	<b>170</b>	<b>1%</b>	<b>203</b>	<b>1%</b>	<b>199</b>	<b>1%</b>
Impuesto Sobre la Renta	43	0%	54	0%	65	0%	77	0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>97</b>	<b>1%</b>	<b>116</b>	<b>1%</b>	<b>138</b>	<b>1%</b>	<b>122</b>	<b>1%</b>

**Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.**  
**INDICADORES FINANCIEROS**

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18
<b>Rentabilidad</b>				
ROAA	1.3%	1.6%	1.9%	1.6%
ROAE	4.4%	5.0%	5.7%	4.9%
Utilidad de Operación / Ingresos	1.6%	1.6%	1.9%	1.6%
Utilidad Neta / Ingresos	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%
Costo Financiero Promedio	6.3%	4.7%	6.9%	5.9%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	93.2%	93.1%	91.5%	92.8%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	151.4%	155.3%	241.0%	106.3%
<b>Liquidez</b>				
Activo corriente / Pasivo Corriente	1.5	1.5	1.4	1.4
Liquidez general sin relacionadas (veces)	1.5	1.4	1.5	1.5
Capital de Trabajo	\$ 2,192	\$ 2,075	\$ 1,978	\$ 2,087
Capital de Trabajo (excluyendo a relacionadas)	1,947	1,664	1,850	1,876
<b>EBITDA y Flujos del Periodo</b>				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$ 93	\$ 29	\$ 292	\$ 320
Gasto Financiero neto de impuestos	\$ 92	\$ 79	\$ 100	\$ 85
FCO (Flujo de Caja Operativo)	\$ 185	\$ 107	\$ 392	\$ 406
CAPEX	\$ 86	\$ 3	\$ 18	\$ 90
Dividendos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 16
FLC Flujo Libre de Caja* (sin restar dividendos)	\$ 99	\$ 104	\$ 374	\$ 316
FLC Flujo Libre de Caja (restando dividendos)	\$ 99	\$ 104	\$ 374	\$ 300
EBIT (período)	\$ 261	\$ 270	\$ 337	\$ 305
EBITDA (12 meses)	\$ 300	\$ 296	\$ 361	\$ 337
EBITDA (período)	\$ 300	\$ 296	\$ 361	\$ 337
Gasto Financiero (12 meses)	\$ 132	\$ 112	\$ 143	\$ 122
Gasto Financiero (período)	\$ 132	\$ 112	\$ 143	\$ 122
Margen EBITDA	1.8%	1.7%	2.1%	1.8%
<b>Coberturas de Gasto Financiero del Periodo</b>				
FCO / Gasto financiero (doce meses)	1.4	1.0	2.7	3.3
FLC / Gasto financiero (doce meses)	0.8	0.9	2.6	2.6
EBITDA / Flujo de Actividades de Operación (período)	3.2	10.3	1.2	1.1
EBITDA / Gasto financiero (12 meses)	2.3	2.6	2.5	2.8
EBITDA Período / Gasto Financiero Período	2.3	2.6	2.5	2.8
<b>Coberturas de Servicio de Deuda (doce meses)</b>				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.1	0.1	0.2	0.2
<b>Estructura financiera</b>				
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.3	2.0	2.0	2.1
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio (veces)	1.8	1.7	1.8	1.9
Endeudamiento financiero (veces)	0.9	1.0	0.8	0.8
Endeudamiento financiero corto plazo/deuda financiera total	0.6	0.7	0.8	0.8
Deuda Financiera / EBITDA (doce meses)	7.0	8.1	5.7	6.2
Deuda Financiera / Patrimonio	0.9	1.0	0.8	0.8
Deuda Total/ Patrimonio	1.7	1.7	1.3	1.5
Capital / Activos	0.2	0.2	0.2	0.3
Patrimonio / Activos	30.4%	32.9%	33.8%	32.1%
Depreciación y amortización (período)	\$ 39	\$ 27	\$ 24	\$ 32
Exceso / (deficit) de depreciación	\$ (47)	\$ 23	\$ 6	\$ (58)
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Patrimonio	40.6%	26.9%	43.0%	37.2%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Capital	61.7%	43.0%	72.8%	42.3%
<b>Gestión Administrativa</b>				
Ciclo de efectivo	60	62	57	52
Rotación de Inventarios	63	58	45	54
Rotación de cobranzas comerciales	52	53	60	55
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	72	66	82	73
Rotación de cuentas por pagar comerciales	56	53	44	54
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye rel)	75	62	70	74
<b>Descalce</b>	<b>3</b>	<b>-4</b>	<b>-12</b>	<b>1</b>

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web [www.zummaratings.com](http://www.zummaratings.com).

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.